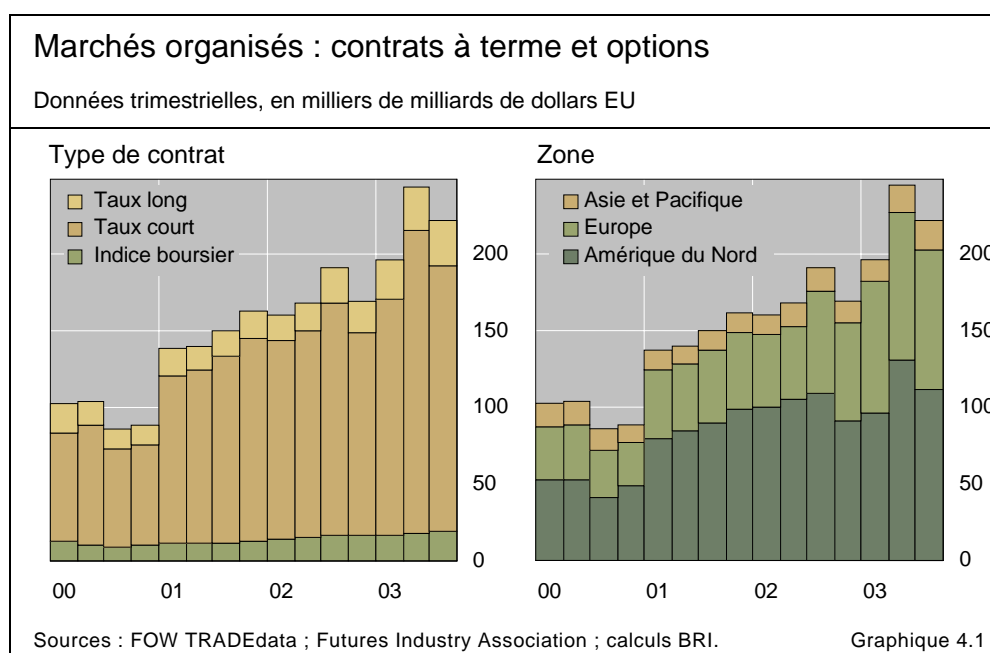


4. Marchés dérivés

Au troisième trimestre 2003, le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés recensés par la BRI (sur taux, indice boursier et devise) s'est établi à \$223 000 milliards, en recul de 9 % par rapport aux trois mois précédents (graphique 4.1). L'activité n'a pas été uniforme dans les deux principaux compartiments, les instruments de taux enregistrant une baisse substantielle et ceux sur indice boursier une hausse modérée. Le repli global des produits à taux fixe résulte de la chute des contrats du marché monétaire sur les places américaines, qui a annulé la progression dans le segment des obligations d'État.

Pour les dérivés de gré à gré, les dernières statistiques semestrielles BRI sur les positions agrégées indiquent une accélération de l'activité au premier semestre. L'encours notionnel a progressé de 20 %, à près de \$170 000 milliards, contre 11 % la période précédente, tandis que la valeur de marché brute a connu une hausse de 24 %, à \$7 900 milliards, contre 43 %. Depuis 2001, l'augmentation de cette valeur de marché est donc plus rapide que celle des montants notionnels.



Contrats de taux : activité contrastée

Le volume global des contrats de taux, principal compartiment sur les marchés organisés, a diminué de 10 %, à \$202 800 milliards, après avoir progressé de 25 % au deuxième trimestre et de 18 % au premier. Cette contraction s'explique par le contraste entre les segments courts et longs, marqué par un recul prononcé des contrats sur instruments monétaires qui a plus qu'annulé l'expansion de ceux sur obligations d'État. Les produits sur taux courts (eurodollar, Euribor et euro-yen notamment) se sont ainsi repliés de 13 %, à \$173 000 milliards, tandis que ceux sur taux longs (dont titres à 10 ans du Trésor EU et obligations d'État allemandes et japonaises 10 ans) se sont renforcés de 5 %, à \$29 800 milliards.

Activité contrastée entre les produits sur taux courts et sur taux longs...

Le contraste entre les deux catégories d'instruments a été encore plus marqué sur les places américaines, où les contrats du marché monétaire ont cédé 18 %, à \$91 000 milliards, alors que ceux sur taux longs gagnaient 18 %, à \$10 500 milliards, donnant un résultat global en baisse de 15 %, à \$101 500 milliards, pour les contrats sur taux fixes américains.

...surtout aux États-Unis

Options sur contrats de taux : ralentissement dû à la volatilité des marchés

Aux États-Unis, l'activité des contrats sur taux courts a été surtout marquée par la chute de 33 % des opérations sur options, à \$24 700 milliards, leur plus forte baisse trimestrielle en pourcentage depuis 1993, année où la BRI a commencé à recueillir des données trimestrielles sur la valeur des contrats négociés sur les marchés organisés. Sur le Chicago Mercantile Exchange (CME), première place américaine de produits à court terme, les options sur contrats à terme en eurodollars se sont contractées de 31 %, à \$15 800 milliards, tandis que sur le Chicago Board of Trade les options sur fonds fédéraux à 30 jours enregistraient un recul de 86 %, à \$800 milliards.

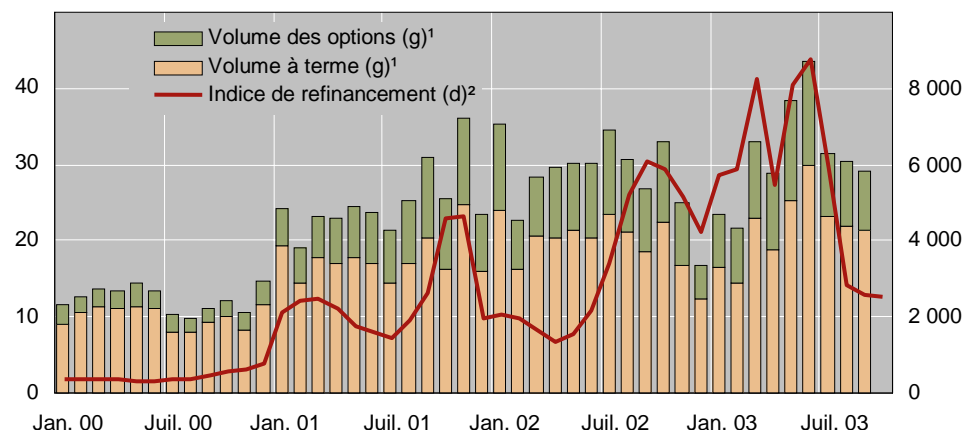
Plus forte baisse des options sur taux courts aux États-Unis depuis 1993

Les options sur instruments à taux fixe se montrent généralement plus variables que les contrats à terme (dont la baisse n'a été que de 10 %, à \$66 300 milliards, au troisième trimestre). L'activité sur options est moindre, de sorte que leur liquidité est probablement davantage affectée par les fluctuations des taux ou les évolutions de marché défavorables.

Les options font preuve d'une plus grande variabilité que les contrats à terme

C'est ce qui semble s'être produit durant la période récente, caractérisée par un changement brutal des conditions de marché qui a apparemment affecté les opérations. En effet, après des tensions sur les rendements aux États-Unis pendant la seconde quinzaine de juin, un renversement radical s'est produit en juillet et août. Du fait du ralentissement des refinancements hypothécaires (graphique 4.2), les détenteurs de titres adossés à des hypothèques (TAH) ont été soudainement confrontés à une extension sensible de la durée de leurs portefeuilles et ont dû, pour tenter de retrouver leurs objectifs de durée, réaliser de nouvelles transactions sur le marché au comptant et sur dérivés. Ces importants rééquilibres auraient ainsi pesé sur la capacité de tenue de marché des intermédiaires sur instruments basés sur

États-Unis : contrats de taux à court terme et indice de refinancement hypothécaire



¹ En milliers de milliards de dollars EU. ² Indice de refinancement de US Mortgage Bankers Association. Moyenne mensuelle, 16 mars 1990 = 100.

Sources : Bloomberg ; FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; calculs BRI.

Graphique 4.2

le Libor, notamment contrats d'échange de taux et options d'échange, entraînant une forte hausse de la volatilité de marché (« Vue d'ensemble » du *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2003). Certains auraient subi des pertes sensibles dans la tenue de marché et leurs activités pour compte propre, ce qui les aurait incités à prendre du recul les semaines suivantes.

Le recul des options sur taux courts est dû également à la forte diminution des opérations fondées sur les changements de politique monétaire des États-Unis. Après un essor impressionnant au deuxième trimestre, les options sur contrats de taux sur les fonds fédéraux à 30 jours se sont pratiquement tariées au suivant¹. Cette évolution en dents de scie peut s'expliquer par le manque de maturité relatif de ces contrats, qui ne datent que du premier trimestre 2003.

Aux États-Unis, les contrats sur obligation d'État, dont l'activité a été plus stable que celle des contrats sur taux courts, ont enregistré une augmentation de 18 %, répartie pour moitié entre contrats à terme et options. Les contrats à terme se sont bien tenus pendant tout le trimestre, ceux sur titre du Trésor 10 ans, les plus actifs du compartiment des obligations d'État, ayant connu un essor remarquable de 22 % (graphique 4.3). Les options sur obligation d'État ont davantage fluctué, inscrivant un sommet historique en juillet puis revenant à des volumes plus « normaux » les deux mois suivants. Ces deux catégories de produits ont peut-être bénéficié d'un désengagement vis-à-vis des contrats basés sur le Libor, vu les contraintes observées sur ce marché. L'ensemble du

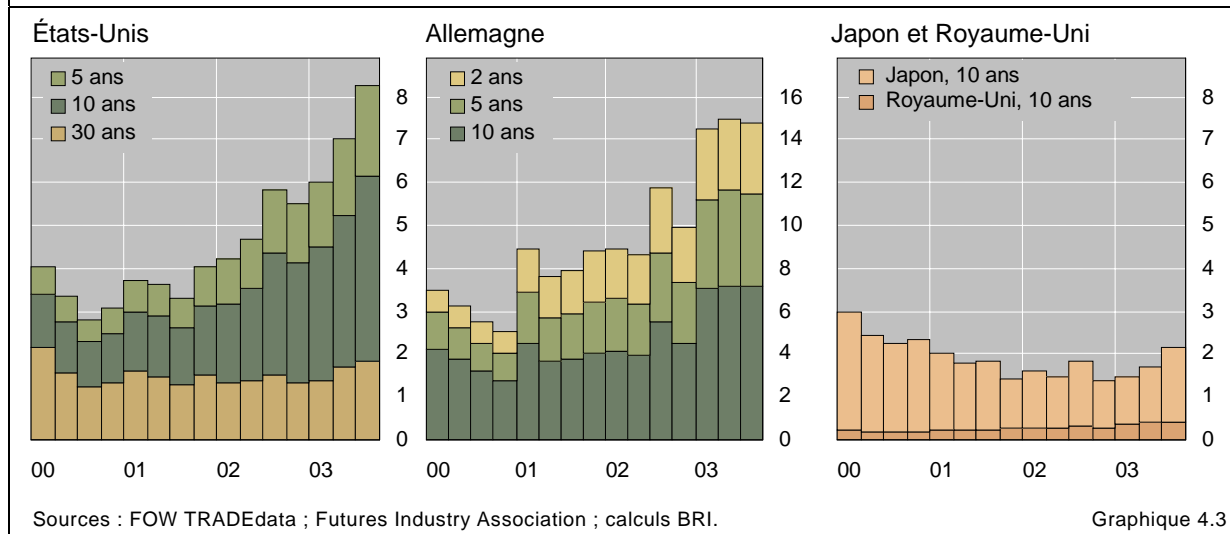
Tarissement des options sur taux des fonds fédéraux

Expansion des contrats sur obligation d'État aux États-Unis

¹ Les contrats sur fonds fédéraux sont directement liés au taux correspondant, ce qui en fait des produits bien adaptés aux opérations fondées sur les changements de politique monétaire aux États-Unis.

Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



trimestre a été marqué par de vives incertitudes entourant l'évolution du marché des titres du Trésor (graphique 4.4).

En Europe, l'ensemble des produits de taux a subi un recul de 6 %, à \$87 200 milliards : les contrats du marché monétaire ont baissé de 7 %, à \$70 600 milliards, et ceux sur obligation d'État de 3 %, à \$16 600 milliards. Les deux grandes catégories ont évolué de façon similaire sur le trimestre, avec une activité plus modérée en juillet et août après le rebond historique de juin.

Recul global des produits à taux fixe en Europe

Dans la région Asie-Pacifique, les produits de taux ont augmenté de 8 %, à \$11 600 milliards. Le Japon a particulièrement contribué à ce résultat en réalisant un bond global de 75 %, à \$3 500 milliards, dû en grande partie à la progression des contrats à terme et options sur taux courts, qui ont pratiquement quadruplé, à \$1 600 milliards. Cet essor peut s'expliquer par les rumeurs relatives à l'abandon par la Banque du Japon de sa stratégie d'assouplissement quantitatif, compte tenu de l'amélioration de la croissance et des perspectives d'inflation. Ces rumeurs, de même que les tensions sur les taux courts qui les ont accompagnées, ont cependant été dissipées par les importants achats de bons du Trésor 9 mois réalisés fin août par la banque centrale et à la suite d'une déclaration du gouverneur, début septembre, sur l'orientation de la politique. Il convient de rappeler que l'adoption de la stratégie d'assouplissement quantitatif au premier trimestre 2001 avait été suivie d'un quasi-tarissement de l'activité sur instruments du marché monétaire japonais, les opérateurs ayant généralement estimé que les taux courts resteraient bas pendant une longue période.

Dynamisme au Japon...

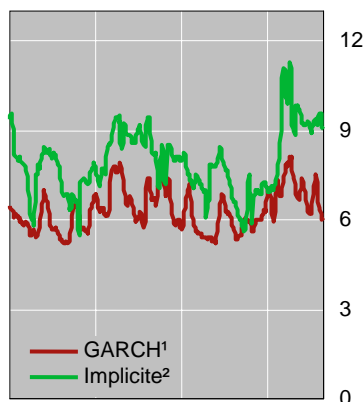
...surtout pour les contrats sur taux courts

Les contrats sur obligation d'État japonaise ont encore progressé (+25 %), à près de \$2 000 milliards. La publication de statistiques positives et la préférence accordée aux actions par les gestionnaires de portefeuilles, du fait de la hausse de ce marché, ont fait nettement reculer l'obligataire japonais en juillet et août, ce qui a poussé les intervenants vers les dérivés pour rééquilibrer leurs bilans.

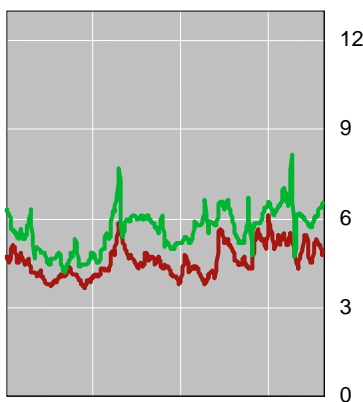
Volatilité des grands marchés obligataires

Moyenne mobile sur cinq jours

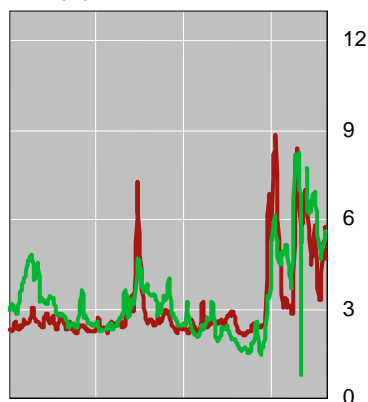
Trésor EU 10 ans



État allemand 10 ans



État japonais 10 ans



Jan. 02 Juil. 02 Jan. 03 Juil. 03

Jan. 02 Juil. 02 Jan. 03 Juil. 03

Jan. 02 Juil. 02 Jan. 03 Juil. 03

¹ Variance conditionnelle annualisée des fluctuations quotidiennes du rendement obligataire à partir d'un modèle GARCH(1,1). ² Volatilité implicite inscrite dans les prix des options d'achat à parité.

Sources : Bloomberg ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique 4.4

Contrats sur indice boursier : poursuite de l'expansion

Les contrats à terme et options sur indice boursier ont continué de croître pour le deuxième trimestre consécutif, affichant une expansion globale de 5 %, à \$19 100 milliards. Les volumes négociés ont néanmoins été assez différents d'une région à l'autre : ils ont régressé de 3 %, à \$8 000 milliards, en Amérique du Nord mais progressé de 6 %, à \$3 700 milliards, en Europe et de 15 %, à \$7 200 milliards, dans la région Asie-Pacifique.

De nouveau, ce sont les options sur l'indice KOSPI 200 du Korea Stock Exchange qui ont le plus contribué à l'essor de l'activité en Asie, avec une hausse de 11 %, à \$5 200 milliards. Les instruments sur indice boursier japonais ont cependant enregistré une progression encore plus forte, à hauteur de 53 %, à \$1 000 milliards. Cet engouement peut être lié au regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour les actions japonaises, car les contrats sur indice permettent, en effet, de se positionner rapidement et à faible coût sur un cours, avant que l'opération ne s'effectue réellement sur le marché au comptant.

Contrats sur devises : évolution régulière

Les contrats sur devises négociés sur les marchés organisés, qui représentent moins de 1 % de l'activité totale sur instruments financiers, sont restés au niveau du précédent trimestre, soit \$1 100 milliards, en dépit de fortes fluctuations en cours de période. En effet, après un recul marqué en juillet et août, ils se sont bien repris en septembre, du fait notamment d'un surcroît d'activité dans les contrats à terme sur les cours dollar/euro (+35 %, à \$156,3 milliards) et dollar/yen (+72 %, à \$77,8 milliards) sur le Chicago

Forte activité en Corée pour les options sur indice boursier

Rebond des contrats sur devises en septembre

Augmentation des opérations sur indice boursier paneuropéen

L'avènement de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, a eu un impact significatif sur les marchés financiers de la zone euro, notamment ceux des actions, où la disparition du risque de change a incité les investisseurs à moins tenir compte des facteurs spécifiques à un pays pour la fixation des cours et davantage des critères sectoriels paneuropéens. Des études montrent que l'évolution de l'importance relative de ces deux éléments s'est répercutée sur les cours des titres de plusieurs grosses entreprises d'Europe continentale^①. Actuellement, l'incidence des critères paneuropéens dépasse celle des facteurs spécifiques.

Cette nouvelle vision paneuropéenne a également influencé l'activité sur dérivés des marchés organisés européens. Pour faire face au besoin d'instruments régionaux, les places ont élaboré, en collaboration avec les fournisseurs d'indices, un grand nombre d'indices boursiers paneuropéens et de contrats dérivés correspondants.

Ce mouvement avait déjà démarré avant le lancement de l'euro. En mai 1998, LIFFE et AEX (qui avaient respectivement précédé Euronext.liffe et Euronext Amsterdam) avaient lancé conjointement un contrat à terme sur l'indice FTSE Eurotop 100 ; en juin 1998, ParisBourse/MATIF, DTB (qui ont donné lieu respectivement à Euronext Paris et Eurex) et Swiss Exchange/SOFFEX proposaient de nouveaux contrats distincts sur le Dow Jones STOXX 50 paneuropéen et le Dow Jones EURO STOXX 50 spécifique à la zone euro. Pendant près d'un an, ces contrats ont joui d'un monopole jusqu'à l'apparition d'instruments concurrents. En mai 1999, LIFFE offrait des contrats sur plusieurs indices MSCI larges (MSCI Pan-Euro et MSCI Euro) et sur indices FTSE Eurotop (Eurotop 300, Eurotop 300 ex UK et Eurobloc 100).

Ces contrats et les nombreux autres qui ont suivi ont connu des fortunes diverses. Seul le contrat Dow Jones EURO STOXX 50 a eu un réel succès : la version négociée sur Eurex est actuellement le produit sur indice boursier le plus négocié en Europe, dépassant de loin celui sur le Dax, principal contrat européen axé sur un pays. Les autres contrats paneuropéens ou spécifiques à la zone euro n'ont généralement pas rencontré un large écho sur les marchés.

La pratique des instruments sur indice boursier européen, avec un indice étroit prédominant, le Dow Jones EURO STOXX 50, contraste totalement avec ce qui s'est passé aux États-Unis, où le contrat le plus recherché a été longtemps basé sur un indice large, le S&P 500.

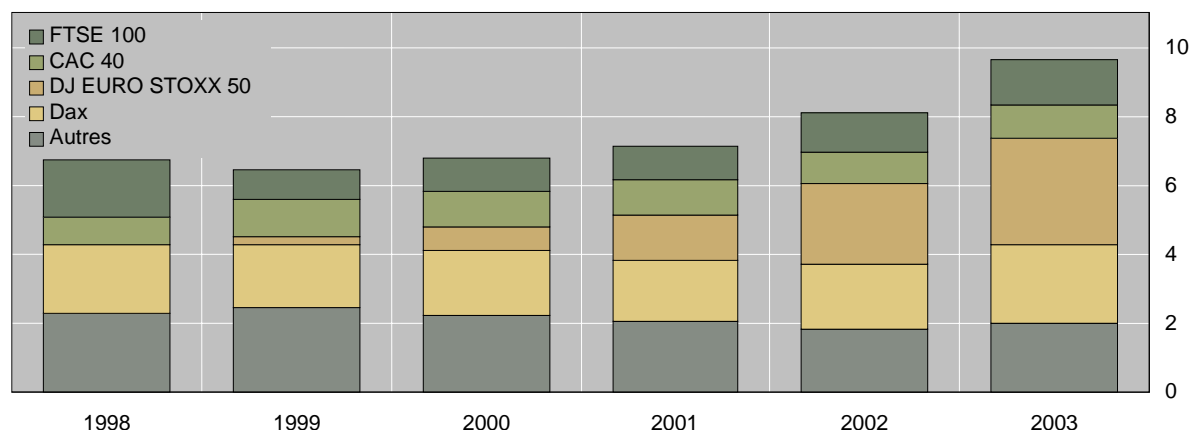
Les bonnes performances du contrat sur Dow Jones EURO STOXX 50 ont quelque peu surpris les intervenants, dont beaucoup pensaient que le marché européen suivrait le schéma américain en adoptant un indice large bien accepté par le marché. Trois grands facteurs peuvent expliquer la popularité du contrat S&P 500. Premièrement, cet indice était assez représentatif de l'ensemble du marché américain et donc largement utilisé comme référence par les investisseurs institutionnels. Deuxièmement, les actions le composant étaient en général extrêmement liquides, permettant aux opérateurs et arbitragistes de constituer facilement un panier d'instruments au comptant répliquant sa performance. Troisièmement, le S&P 500 a pu tirer parti de l'opportunité créée par la décision initiale de la Dow Jones Company de ne donner la licence de son indice à aucune place. La combinaison de représentativité et de liquidité a ainsi naturellement poussé les investisseurs à rechercher les contrats S&P 500 aux fins de couverture et de positionnement.

La structure des marchés des actions de la zone euro a rendu la recherche du statut d'indice de référence beaucoup plus compliquée qu'aux États-Unis. La combinaison idéale de représentativité et de liquidité y était, en effet, difficile à réaliser, principalement à cause de la plus grande fragmentation des marchés européens au moment du passage à l'euro et d'un moindre consensus sur l'indice paneuropéen approprié. Les intervenants ont donc continué à négocier des contrats nationaux assez longtemps après l'arrivée de la monnaie unique, ce qui apparemment a gêné l'activité sur les contrats paneuropéens naissants^②.

^① Voir G. Galati et K. Tsatsaronis, « The impact of the euro on Europe's financial markets », *BIS Working Papers*, n° 100, juillet 2001, et E. Ametistova et Y. Sharaiha, « European stock selection : the factors that matter », Morgan Stanley Global Equity and Derivatives Markets, décembre 2002. ^② Cela s'est produit, bien que les investisseurs en produits indiciels paneuropéens pouvaient profiter de nombreux avantages par rapport à d'autres stratégies impliquant un panier de contrats sur indices nationaux, tels que des économies sur les commissions de négociation, la nécessité d'un seul dépôt de garantie au lieu de plusieurs (qui doivent être renouvelés à intervalles donnés) et l'exposition envers une seule chambre de compensation.

Principaux contrats à terme sur indice boursier européen

En milliers de milliards de dollars EU



2003 : trois premiers trimestres, en taux annuel.

Sources : FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; calculs BRI.

Cette fragmentation a également eu un impact sur le type d'indice pouvant être négocié avec succès. Même si les investisseurs institutionnels mesuraient souvent leur performance par rapport à des indices larges, tels que Financial Times Actuaries Europe ou MSCI Europe, ces indices incluaient un certain nombre d'actions ne présentant pas une liquidité de marché suffisante. Cette faible liquidité d'une partie des titres rendait la mise en œuvre des stratégies visant à répliquer l'indice plus complexe et onéreuse que dans le cas d'un ensemble de titres sous-jacents plus liquides. Les négociants ont également eu plus de difficultés à opérer leurs arbitrages entre les paniers d'actions sous-jacents et les contrats correspondants.

Ces problèmes expliquent pourquoi la négociation s'est concentrée sur des indices de marché étroits tels que le Dow Jones EURO STOXX 50, qui, pour les gestionnaires de portefeuilles, sont plus faciles et moins coûteux à suivre, à répliquer et à utiliser à des fins d'arbitrage. En outre, en dépit d'une plus grande volatilité et des risques de suivi plus élevés par rapport aux références larges, leur corrélation avec les indices larges est suffisamment étroite pour en faire des instruments attrayants pour la couverture et le positionnement[®].

L'avènement de l'euro a également engendré un autre développement notable : les indices sectoriels paneuropéens n'ont enregistré qu'une expansion modérée. Certains intervenants ont expliqué ce phénomène par l'existence d'un marché baissier entre les premiers trimestres 2000 et 2003. Il semble que les investisseurs aient été réticents à prendre des expositions sur des secteurs particuliers, ce qui les aurait incités à délaissier les indices sectoriels, comme en atteste la fermeture de plusieurs fonds sectoriels, et à revenir vers des indices spécifiques à un pays ou paneuropéen.

[®] La corrélation entre le Dow Jones EURO STOXX 50 et le MSCI Europe s'inscrivait à 97 % entre le 1^{er} janvier 1999 et le 30 septembre 2003.

Mercantile Exchange, plus gros marché organisé pour les contrats sur devises. L'appel à une plus grande souplesse de change lancé fin septembre par les pays du G 7 y a largement contribué. Interprétée par les marchés des changes comme une critique implicite des interventions des pays asiatiques pour maintenir leur monnaie à un faible niveau face au dollar, cette déclaration a fait plonger la monnaie américaine, le 22 septembre, à son plus bas niveau depuis trois ans vis-à-vis du yen.

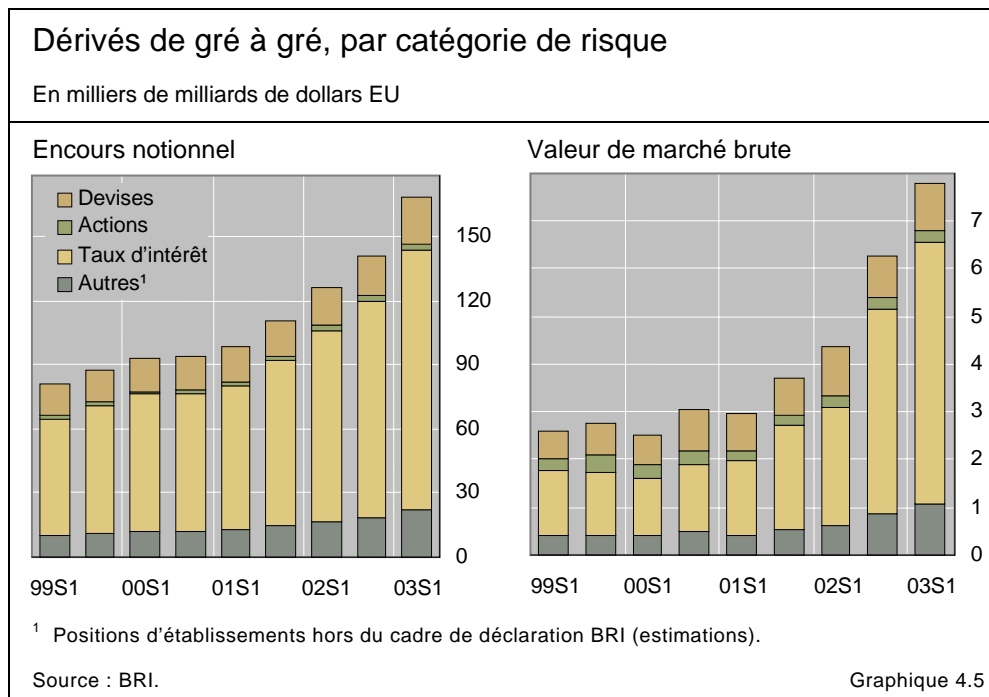
Gré à gré : expansion dans tous les compartiments

Les données de l'enquête semestrielle BRI sur les dérivés de gré à gré à fin juin 2003 font ressortir une accélération de l'activité mondiale au premier semestre. L'encours notionnel estimé s'est établi à près de \$170 000 milliards, en hausse de 20 % contre 11 % pour la période précédente. Cette vigoureuse expansion est d'ailleurs confirmée par d'autres sources². Dans le même temps, les valeurs de marché brutes ont continué de croître plus rapidement que les montants notionnels, au rythme de 24 %, à \$7 900 milliards.

Accélération

L'activité du premier semestre 2003 se caractérise surtout par la nature générale de l'expansion. Alors que le développement du gré à gré avait été essentiellement tiré, ces dernières années, par les produits de taux, principale catégorie des risques de marché, tous les segments (taux, devises et instruments sur actions) ont fait preuve, cette fois, du même dynamisme, avec une progression d'environ 20 % pour chacun. Enfin, les contrats sur marchandises, le plus petit de ces grands groupes, ont enregistré une croissance moins rapide (13 %)³.

Dynamisme dans tous les compartiments



² L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) et l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) des États-Unis ont confirmé la vive expansion du gré à gré. L'ISDA a fait état d'une augmentation de 22 % de l'encours mondial des contrats au premier semestre 2003, tandis que l'OCC indiquait une hausse de 17 % pour les dérivés (essentiellement le gré à gré) détenus par les banques commerciales. Pour de plus amples renseignements, consulter les sites www.isda.org et www.occ.treas.gov.

³ Les dérivés de crédit, qui, selon des sources de marché, se développent rapidement ces derniers temps, ne sont pas recensés dans l'enquête semestrielle BRI sur le gré à gré.

Instruments dérivés de gré à gré¹

Encours, en milliards de dollars EU

	Montant notionnel				Valeur de marché brute			
	Fin déc. 2001	Fin juin 2002	Fin déc. 2002	Fin juin 2003	Fin déc. 2001	Fin juin 2002	Fin déc. 2002	Fin juin 2003
Total	111 178	127 509	141 679	169 678	3 788	4 450	6 360	7 908
A. Instruments sur devises	16 748	18 068	18 460	22 088	779	1 052	881	996
Terme sec et swaps cambistes	10 336	10 426	10 719	12 332	374	615	468	476
Contrats d'échange	3 942	4 215	4 503	5 159	335	340	337	419
Options	2 470	3 427	3 238	4 597	70	97	76	101
B. Instruments de taux ²	77 568	89 955	101 658	121 799	2 210	2 467	4 266	5 459
Terme	7 737	9 146	8 792	10 270	19	19	22	20
Contrats d'échange	58 897	68 234	79 120	94 583	1 969	2 213	3 864	5 004
Options	10 933	12 575	13 746	16 946	222	235	381	434
C. Instruments sur actions	1 881	2 214	2 309	2 799	205	243	255	260
Contrats à terme et d'échange	320	386	364	488	58	62	61	67
Options	1 561	1 828	1 944	2 311	147	181	194	193
D. Instruments sur marchandises ³	598	777	923	1 040	75	79	86	110
Or	231	279	315	304	20	28	28	22
Autres	367	498	608	736	56	51	58	88
Contrats à terme et d'échange	217	290	402	458	...	...	...	...
Options	150	208	206	279	...	...	...	...
E. Autres ⁴	14 384	16 496	18 330	21 952	519	609	871	1 083
Risque de crédit brut ⁵	.	.	.	.	1 171	1 317	1 511	1 750

¹ Chiffres corrigés des doubles recensements. Montant notionnel : positions entre parties déclarantes divisées par deux ; valeur de marché brute : valeur de marché positive brute de tous les contrats + valeur absolue de la valeur de marché négative brute des contrats avec les parties non déclarantes. ² Contrats en une seule monnaie uniquement. ³ Chiffres corrigés (par estimation) des doubles recensements. ⁴ Positions d'établissements hors du cadre de déclaration BRI (estimations). ⁵ Compte tenu des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides. Tableau 4.1

Hausse notable
des contrats sur
devises...

Dans ce contexte d'expansion généralisée, la hausse de 20 % des contrats sur devises ressort particulièrement. Ce compartiment, qui n'avait jamais connu de croissance aussi rapide depuis l'apparition des statistiques semestrielles BRI sur les marchés de gré à gré au premier semestre 1998, a réalisé, en effet, son meilleur score avec \$22 100 milliards d'encours.

...surtout des
options

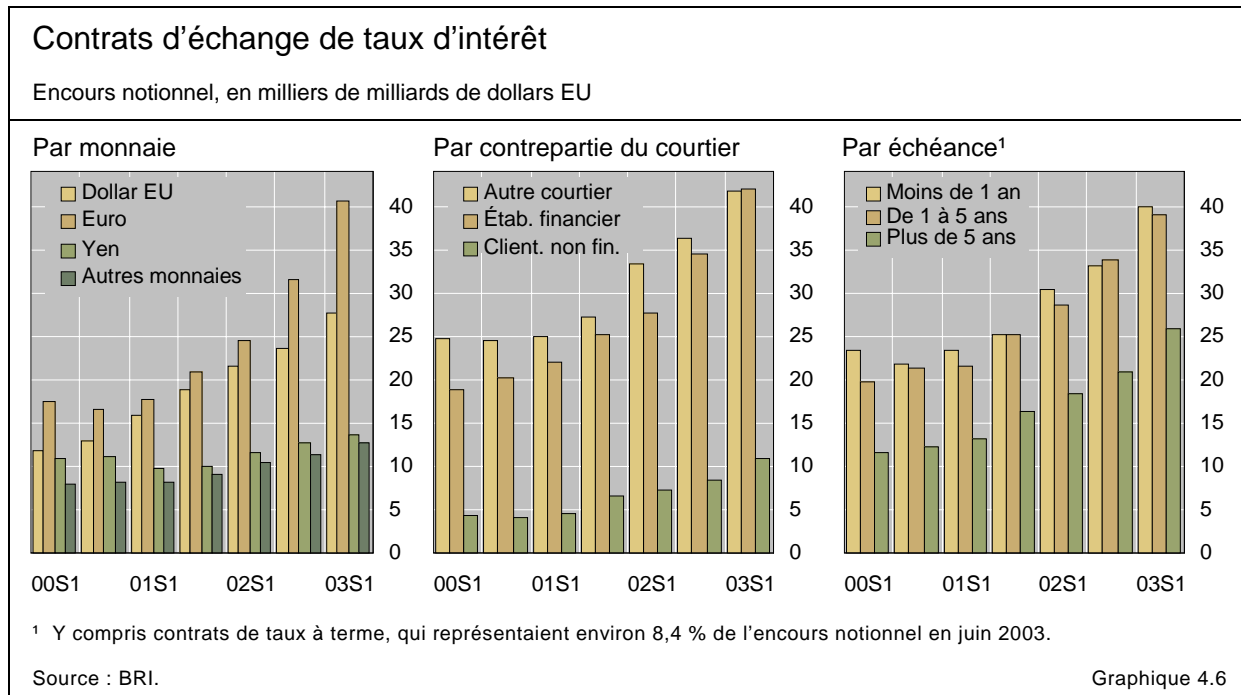
Les trois principaux compartiments ont bénéficié de ce regain d'activité. Le sous-segment le plus important, contrats à terme sec et swaps cambistes, qui stagnait depuis 1999, s'est adjugé 15 %, à \$12 300 milliards. Les contrats d'échange de taux et devises ont connu la même progression, à \$5 200 milliards. Les options sur devises ont été, cependant, les plus en vue (+42 %, à \$4 600 milliards), avec des gains de 36 %, à \$1 900 milliards, pour le dollar EU, de 55 %, à \$1 300 milliards, pour l'euro et de 4 %, à \$600 milliards,

pour le yen⁴. Relativement stable face à l'euro au second semestre 2002, le dollar baisse depuis décembre 2002, ce qui semble avoir incité la clientèle non financière à se prémunir, son encours d'options sur devises ayant bondi de 91 % au dernier semestre.

Les intervenants ont également constaté un plus grand recours aux options à barrière, instruments dont le cours dépend de la trajectoire suivie par le prix du sous-jacent, qui peuvent être annulés ou exercés si ce prix atteint, avant l'échéance, une limite préalablement fixée. Compte tenu de la probabilité d'un exercice anticipé, ces options ont tendance à servir de substituts bon marché aux options classiques sur devises. Les intermédiaires peuvent cependant avoir beaucoup plus de difficultés à les couvrir que les produits standards. En effet, leur valeur et leur sensibilité aux prix connaissent de fortes fluctuations lorsque le cours de change du sous-jacent avoisine, atteint ou franchit la limite convenue ; c'est pourquoi elles sont souvent associées à d'importants mouvements de couverture à des fins de rééquilibrage⁵.

Recours croissant aux options à barrière

La demande de produits de taux s'est également accélérée au premier semestre 2003, avec une hausse de 20 %, à \$121 800 milliards, du montant notionnel des contrats contre 13 % au précédent. Les contrats d'échange de taux ont progressé de 20 %, à \$94 600 milliards, les options de taux de 23 %, à \$17 000 milliards, et les contrats à terme de 17 %, à \$10 300 milliards.



⁴ Certains des plus petits marchés de devises ont bénéficié d'une expansion encore plus rapide, puisque les options sur la livre sterling, le franc suisse et le dollar canadien ont gagné respectivement 74 %, 92 % et 152 %.

⁵ Voir J. Hull, *Options, futures and other derivatives*, Cinquième édition, Prentice Hall, 2002.

Les contrats d'échange en euros et en dollars retrouvent une croissance rapide...

...surtout en fin de période

Le marché des contrats d'échange de taux en euros a continué de se développer de manière particulièrement rapide, avec une augmentation de 29 % de l'encours, à \$40 700 milliards (graphique 4.6), contre 28 % au semestre précédent. Bien que cette expansion soit due en partie à l'appréciation de près de 10 % de l'euro face au dollar EU (monnaie de référence dans l'enquête semestrielle BRI) entre les deux périodes, l'expansion, après correction des effets de change, reste prononcée. Le marché des contrats d'échange en dollars EU a également fait preuve de dynamisme, avec une progression du montant notionnel de 17 %, à \$27 600 milliards. Cette vigueur persistante des contrats tant en euros qu'en dollars a quelque peu surpris, étant donné l'étroite marge d'évolution des rendements obligataires entre janvier et avril. Il est toutefois possible que l'essor des marchés obligataires entre début mai et mi-juin ait suscité une vague de transactions à des fins de repositionnement.

La valeur en dollars des contrats d'échange en yens s'est inscrite en hausse de 6 %, à \$13 500 milliards. Les variations de change n'ont joué qu'un faible rôle sur ce marché, puisque le yen ne s'est déprécié que de 1 % d'un semestre sur l'autre.

Augmentation soutenue de la valeur de marché brute

La valeur de marché brute a continué de croître à un rythme soutenu au premier semestre 2003, s'établissant à \$7 900 milliards, soit en hausse de 24 %. Elle représente le coût de remplacement de tous les contrats en cours au dernier jour d'une période donnée (dans le cas présent, le 30 juin 2003) et constitue donc un indicateur de risque de contrepartie plus précis que le montant notionnel⁶. Son augmentation a dépassé, une fois de plus, celle du montant notionnel (graphique 4.5). Le ratio de la valeur de marché brute par rapport au montant notionnel a ainsi atteint, fin juin 2003, un nouveau sommet de 4,7 %⁷.

La valeur de marché brute tirée par les produits de taux

Ce ratio a fluctué de façon relativement importante ces dernières années. Après une tendance baissière entre le premier semestre 1998 et le second semestre 2000, qui l'a amené à un creux de 2,7 %, il est remonté à un nouveau sommet pendant la période examinée. Les produits de taux, notamment les contrats d'échange, ont contribué pour beaucoup au récent accroissement de la valeur de marché brute globale. Pour ces instruments, le ratio, qui s'était inscrit entre 2 et 3 % entre les premiers semestres 1998 et

⁶ La valeur de marché brute des instruments à terme est généralement égale à zéro au moment de leur mise en place, alors que celle des options dépend de la prime payée au titre de protection. L'évolution du prix du sous-jacent entraîne cependant par la suite des gains et des pertes, en termes de valeur de marché, symétriques pour les parties : c'est pourquoi la valeur de marché brute reflète généralement l'évolution du prix ou la volatilité des actifs financiers.

⁷ Il convient de signaler que la valeur de marché brute surestime les expositions effectives en regard du risque, étant donné qu'elle exclut les accords de compensation bilatéraux et autres dispositions destinées à réduire le risque, telles que la constitution de sûretés. La prise en compte de la compensation ramène à \$1 800 milliards l'exposition au risque sur dérivés des établissements déclarants.

2002, s'est établi à 4,5 % pour les six premiers mois de 2003. Cette augmentation peut s'expliquer par le rebond observé sur les marchés obligataires entre début 2000 et mi-2003. La tendance baissière des rendements des contrats d'échange a engendré des pertes d'évaluation pour les intervenants ayant des positions à payer à taux fixe, la diminution des taux du marché donnant lieu à des paiements plus faibles sur les nouveaux contrats.

Progression lente du gré à gré par rapport aux marchés organisés

Les statistiques les plus récentes indiquent que la progression du gré à gré a été plus lente au premier semestre 2003 que celle des marchés organisés (graphique 4.7). Ainsi qu'on l'a vu plus haut, l'encours des contrats y a progressé de 20 %, contre 61 % pour les positions ouvertes sur les marchés organisés, ce qui contraste avec l'évolution inverse de 2002. Ces deux types d'activité se sont bien développés depuis 1998, plus régulièrement cependant pour le gré à gré. L'explication tient en partie au fait que les opérations de couverture ou de négociation qui y sont réalisées passent par la conclusion de nouveaux contrats, ce qui engendre un accroissement progressif de l'encours notionnel.

Croissance régulière du gré à gré

